

最新インサイダー取引規制と今後の法改正の動向について

昨年 9 月 12 日に公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（以下「改正法」といいます。）では、インサイダー取引規制の見直し及びこれに関する課徴金制度の見直しを含む、金融商品取引法の改正が行われました（なお、インサイダー取引規制に関する改正法の施行時期については、改正法公布日から 1 年以内で政令の定める日とされています。）。またその後も、金融審議会に設置された「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」が同年 12 月 25 日付で「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」と題する報告書（以下「平成 24 年審議報告」といいます。）を公表し、これに関連する「金融商品取引法の一部を改正する法律案」（以下「平成 25 年改正案」といいます。）が本年 4 月 16 日付で国会に提出されるなど、近年の各不祥事件も踏まえて、インサイダー規制に関連する制度整備への動きが活発化しています。

本クライアント・ブリーフィングでは、昨年 9 月に公布された改正法のインサイダー取引関連の規制に焦点を当てて概説すると共に、近時の金融審議会の検討状況及び平成 25 年改正案の関連箇所の主要な点について取り上げます。

昨年のインサイダー規制関係の改正の概要

組織再編の場合のインサイダー取引規制の一部適用除外

改正前の制度においては、事業譲渡のような特定承継に伴う上場株券等の承継はインサイダー取引規制の対象となる一方で、合併・会社分割のような包括承継に伴う場合は規制対象外とされていました。また組織再編の対価として上場株券等を自己株式の交付により割り当てる場合は規制対象となる一方で、新株発行による場合は規制対象外とされていました。このように従来は制度下では、規制対象となるか否かの基準が必ずしも合理的とは言えず、また典型的にインサイダー取引の危険性が低くても規制対象とされている場合があったため、改正法では、組織再編に関するインサイダー取引規制を画一的にした上で、典型的にインサイダー取引の危険性が低い場合について適用除外としています。

まず組織再編に伴う上場株券等の承継については、特定承継のみならず合併・会社分割のような包括承継に伴う場合もインサイダー取引規制の対象とした上で、①承継資産の帳簿価額に占める上場株券等の帳簿価額の割合が一定割合未満（内閣府令において 20%と定められる予定です。）と軽微な場合、②保有する上場株券等の発行会社である上場会社等に係る重要事実を知る前に取締役会決議により当該組織再編の内容が決定された場合、又は③第三者との取引の性質を有さない新設分割の場合（各分割会社間の取引の性質を有する共同新設分割は含まれません。）には、いずれもインサイダー取引規制の適用除外としています。

主要トピック

- 昨年のインサイダー規制関係の改正の概要
 - － 組織再編の場合のインサイダー取引規制の一部適用除外
 - － 金融商品取引業者等以外の者の他人の計算による不正取引への課徴金拡大
- 金融審議会において検討されているインサイダー取引規制の主要な制度整備と平成 25 年改正案
 - － 情報伝達・取引推奨行為に対する規制等
 - － 「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し
 - － 近年の金融・企業実務を踏まえた規制の見直し
 - － インサイダー取引等の未然防止等に向けた取組み

次に組織再編の対価としての上場株券等の割当てについては、これまではインサイダー取引規制が適用されるものとされてきた自己株式の交付を行う会社による未公表の重要事実の網羅的な精査に多大なコストを要する一方で、自己株式の交付を受ける相手方はデュー・ディリジェンス等により交付会社の内部情報を相当程度把握しているためにインサイダー取引に利用される危険性が典型的に低いといえます。そこで、改正法では、このような組織再編の対価として上場株券等を交付する場合には、インサイダー取引規制の適用除外としています。

金融商品取引業者等以外の者の他人の計算による不公正取引への課徴金拡大

改正前の制度においては、金融商品取引業者等（金融商品取引業者及び登録金融機関）に該当しない者が、他人の計算で、インサイダー取引を含む不公正取引を行ったとしても、課徴金の対象にはならないとされてきました。そのため、金融商品取引業者等に該当しない、預かり資産の運用を行う業者等が、その顧客のために（すなわち「他人の計算」で）不公正な取引を行っている場合が散見されていたにもかかわらず、規制の対象とされていませんでした。そこで改正法では、金融商品取引業者等以外の者が自己以外の者の計算で行ったインサイダー取引を含む不公正取引についても課徴金の対象としています。

金融審議会において検討されているインサイダー取引規制の主要な制度整備と平成 25 年改正案

平成 24 年審議報告では、最近のインサイダー取引事案の傾向として、会社関係者等からの情報受領者が違反行為を行っているものが多く、また上場会社の公募増資に際して引受け主幹事証券会社からの情報漏洩に基づくインサイダー取引事案が生じているという状況を踏まえて、大きく分けて、①情報伝達・取引推奨行為に対する規制等、②「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し、③近年の金融・企業実務を踏まえた規制の見直し、④インサイダー取引等の未然防止等に向けた取組みについて、検討結果を報告しています。これらの論点のうち、一部については平成 25 年改正案にも盛り込まれていますので、以下、報告書のそれぞれの論点について概略を説明するとともに、その中で平成 25 年改正案に盛り込まれている箇所について指摘します。

情報伝達・取引推奨行為に対する規制等

現行法におけるインサイダー取引規制の対象は、会社関係者又は第一次情報受領者が未公表の重要事実を知って行った譲渡等ですが、平成 24 年審議報告では、会社関係者が情報伝達する行為や、特定の情報を伝達しないが知りうる立場であることを示しつつ取引を推奨する行為についても原則として規制対象とすることが提言されています。但し、IR 活動など上場会社の通常の業務・活動に支障を生じないようにするために、取引を行わせる目的等の主観的要件と、不正な情報伝達・取引推奨が投資判断の要素となって実際に取引が行われたことを要件とすることが適当であるとしています。かかる審議内容を踏まえて、平成 25 年改正案では、（i）未公表の重要事実を知っている会社関係者（上場会社や主幹事証券会社の役職員など）が、他人に対し、（ii）公表前に取引させることにより利益を得させる目的をもって、（iii）情報伝達・取引推奨を行うことを禁止し、（iv）当該行為により公表前の取引が行われた場合には刑事罰・課徴金の対象としています。

また、顧客の売買審査を行うなど証券市場のゲートキーパーとして公共性の高い役割を担っている上場株券等の仲介業者によるインサイダー取引の影響力の重大さに鑑みて、かかる仲介業者による違反行為については、より違法行為に対する抑止効果の高い計算方法（例えば機関投資家からの定期的なブローカー評価に基づき

付与された継続的な売買手数料を含めることなど）に基づく課徴金を課すことや、将来の取引相手となり得る証券会社・投資家等に対する注意喚起のために、当該仲介業者の役職員の氏名を公表することなどが検討されています。

加えて、公募増資に関連するインサイダー取引事案において、ヘッジファンドの運用担当者が証券会社に対していわゆる「耳寄り情報」の提供を継続して求めていたことが、インサイダー取引につながる情報伝達等を助長していた事実が認められています。かかる事実関係を踏まえて、機関投資家等の運用担当者等が取引上の立場を利用して未公表の重要事実を要求するなどにより、インサイダー取引を行ったような事案については、違反抑止の観点から、このような要求行為を行った個人名を公表して証券会社や投資家等に注意喚起することも指摘されています。

これらの審議内容を踏まえて、平成 25 年改正案では、公益又は投資者保護のために必要かつ適当であると認めるときは、金融商品取引法令に違反する行為を行った者の氏名等を公表することができるものとされています。

「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し

例えば、運用委託契約等に基づき顧客のために資産運用業務を行う者がインサイダー取引を行うような場合が「他人の計算」によるインサイダー取引の典型例といえますが、このような資産運用業者は、顧客のために違反行為を行うことにより、その見返りとして、将来にわたり継続的に当該顧客から運用報酬を得ることが可能であり、その利得は違反行為に係る対象銘柄に対応する部分だけでなく、顧客からの運用報酬全体に及んでいると考えられます。そこで、このような場合にも課徴金に抑止効果を持たせるためには、違反行為が行われたことに直接関係する単発の運用報酬だけでは十分とはいえず、例えば一定期間の運用報酬額を基準として課徴金を計算するよう見直すべきとの提言がなされています。かかる審議内容を踏まえて、平成 25 年改正案では、運用対象財産の運用として、「他人の計算」において不公正行為をした者について、当該取引をした日の属する月における運用対象財産の運用の対価に相当する額に 3 を乗じて得た額の課徴金を課すこととしています。

近年の金融・企業実務を踏まえた規制の見直し

まず、公開買付における被買付企業及びその役職員は、公開買付者等関係者に関する現状のインサイダー取引規制においては、規制対象である「公開買付者等関係者」に直ちに該当するものとされておらず、公開買付者との守秘義務契約等に基づき認定するにとどめています。しかし、我が国における公開買付けの大半が、あらかじめ公開買付者と被買取企業が未公表の公開買付の事実を前提に合意の上で行う友好的買収であることから、被買付企業及びその役職員は公開買付者等から未公表の公開買付け等事実を知りうる立場にあります。このような背景から、違反事案の行為者となるケースが増加している被買付企業及びその役職員は、「公開買付者等関係者」の範囲に加えて、直接的に規制対象とすることが適当であるとされています。かかる審議内容を踏まえて、平成 25 年改正案では、公開買付け等の対象株券等の発行者及びその役職員について、公開買付者等関係者の対象となるとしています。

また、実務上、上場会社の買収の実施を決定した者が他の潜在的な買収者に対して未公表の公開買付け等事実を伝達した場合には、当該他の買収者による買付けを妨げることができるなどの支障が生じていることが指摘されています。そこで、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうことのない場合、例えば、かかる情報受領者が、伝達を受けた情報を記載した公開買付届出書の提出・公衆縦覧を行った場合には、これにより一般投資家に対する取引の有利性が相当程度解消されていることなどから、かかる情報受領者による取引を可能とすることが適当とされています。また、情報受領者が最後に情報の伝達を受けてから相当の

期間（例えば 6 ヶ月程度）が経過した場合には、伝達を受けた情報価値は劣化しており、これに基づいて情報受領者が投資判断をすることは想定されにくいと、そのような場合には情報受領者による取引を可能にすることが適当であるとされています。かかる審議内容を踏まえて、平成 25 年改正案では、公開買付け等の実施に関する事実の伝達を受けた者等について、（i）自ら公開買付けを行う際に公開買付届出書等に当該伝達を受けた事実の記載等をした場合、又は（ii）当該伝達を受けた日等から 6 月が経過している場合には、インサイダー取引規制を適用しないものとしています。

次に、インサイダー取引規制の適用除外とされている、上場会社に係る未公表の重要事実を知っている一定の者の間で行われる相対取引（いわゆる「クロクロ取引」）の範囲は、現行法においては、会社関係者及び第一次情報受領者との間の取引のみが適用除外の対象とされています。しかし、例えば大株主が持株比率を下げる等のために市場外でブロックトレードを行う際に迂遠な手続きが必要となっている現状を踏まえると、クロクロ取引の範囲は、第一次情報受領者と第二次情報受領者との間の取引まで拡大することが適当であると提言しています。かかる審議内容を踏まえて、平成 25 年改正案では、会社関係者及び第一次情報受領者との間の取引のみならず、第一次情報受領者と第二次情報受領者との間の取引についても、インサイダー取引規制を適用しないものとしています。

また、現行法においては、上場会社の未公表の重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等については、内閣府令に個別に列挙されているいわゆる「知る前契約」「知る前計画」に該当すれば、インサイダー取引規制の適用除外としています。しかし、内閣府令に個別に列挙されている事項に直接的に該当しないとしても、例えば上場会社以外の者の間での「知る前契約」に基づく売買等のように、内閣府令に列挙されているものと同様に証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうことのない場合があることが指摘されています。そこで、このような場合についてもインサイダー取引規制の適用除外とするために、基本的な考え方を明確にした上で、より包括的な適用除外規定を設けると共に、事後的に契約や計画が捏造されるリスクに配慮した適切な制度整備が必要であるとの提言がなされています。

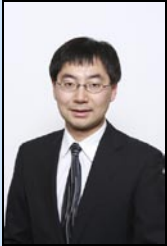
インサイダー取引等の未然防止等に向けた取組み

インサイダー取引等を未然に防止するためには、法令による規制のみではなく、各関係者（金融庁、証券取引等監視委員会、金融業界、金融商品取引所など）がそれぞれの立場において求められる役割を適切に果たし、不公正な取引等を未然に防止するような市場環境を醸成していくことが必要であると結ばれています。

これらの各提言を踏まえて国会に提出された平成 25 年改正案の審議の行方が注目されています。

お問い合わせ先

掲載記事に関する詳細またはその他の分野のお問い合わせは下記のものにご連絡ください。



神山達彦
(かみやまたつひこ)
パートナー

T: +(81 3) 5561 6395
E: tatsuhiko.kamiyama
@cliffordchance.com



茂木諭
(もぎさとし)
シニアアソシエイト

T: +(81 3) 5561 6295
E: satoshi.mogi
@cliffordchance.com

本稿はテーマとなる題材に関して一般的な解説を行うことを目的としており、全ての側面を網羅するものではありません。又、本稿は、法律その他のアドバイスをを行うものではありません。

クリフォードチャンス法律事務所
外国法共同事業

〒107-0052 東京都港区赤坂2丁目17番7号赤坂溜池タワー7階

© Clifford Chance 2013
Clifford Chance Law Office (Gaikokuho Kyodo Jigyo)

www.cliffordchance.com

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh* ■ Rome ■ São Paulo ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C

*Clifford Chance has a co-operation agreement with Al-Jadaan & Partners Law Firm in Riyadh.

TOKYO-1-277524